

## 内需不足是个收入分配问题

- 内需不足正给我国经济带来严重压力。人的欲望虽然是无穷的，但有购买力支撑，通过购买行为表现出来有效需求却是有限的。有效需求有可能低于供给，从而导致内需不足的状况。我国内需不足本质上是个收入分配问题，是因为我国消费者和企业两大部门之间的收入分配出了问题，从而导致购买力与支出意愿有错配——消费者部门购买力不足，企业部门支出意愿不足。
- 要化解我国的内需不足问题，要么增加消费者的收入，解决消费者部门购买力不足的问题，此为“上策”；要么刺激企业部门的投资，解决企业部门支出意愿不足的问题，此为“中策”；如果两者都不做，内需不足的问题会因为投资回报率下降而加剧，并最终演变成生产过剩的经济危机，此为“下策”。
- 没有看到内需不足背后的收入分配约束，在没有增加消费者收入的情况下试图刺激消费，在还需要投资创造需求的时候打压投资，是内需不足问题日益恶化、经济风险不断加大，各方信心逐步走低的主要原因。当前，中国经济急需用“中策”来稳住局面、争取时间，再下大决心推进“上策”。如此，方能兼顾长短，让经济增长的列车继续在轨。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

内需不足正给我国经济带来严重压力。内需不足令我国企业经营困难，就业承压，债务可持续性降低，经济中风险点大量浮现。在今年7月24日政治局会议上，党中央将“内需不足”列为当前我国经济面临的一个主要困难挑战。

## 1. 内需不足本质上是个收入分配问题

所谓内需，就是国内的消费与投资。内需不足，就是国内消费和投资的需求低于国内供给能力。在内需不足的时候，如果外需（净出口）也比较弱，经济就会陷入总需求不足、生产能力过剩的萧条状态。严重的时候，甚至会导致企业大面积倒闭、工人大量失业。当前我国的内需不足，再叠加上出口的走弱，已经给我国经济带来了明显压力。

乍看起来，内需不足似乎是一件不可思议的事情。人的欲望是无穷的，总是希望得到更多。因此，经济学对人们偏好的一个基本假设是“无餍足性”，即不管消费水平多高，更多的消费总能给消费者带来更高效用。因此，不存在某个极限的消费水平可以让消费者满足，消费者总想消费更多。而另一方面，供给受限于投入要素的数量，以及技术水平，总是有限的。有限的供给与无穷的欲望相比，似乎怎么也不可能出现供给过剩、需求不足的问题。

但是，真正对经济活动有影响的，并不是人脑子里的欲望。脑子里的欲望，如果没有表现为市场上的购买活动，就不会对经济活动产生实际影响力，而只是一些空想罢了。当我们在说需求不足，或是内需不足的时候，谈到的需求是有购买力支撑，体现为实际购买活动的需求，也即“有效需求”（effective demand）。人的欲望虽然是无穷的，但有购买力支撑，通过购买行为表现出来的欲望却是有限的——有效需求是有限的。有效需求有可能低于供给，从而产生内需不足的状况。

提出了“生产过剩”理论的卡尔·马克思，相信有效需求不足是资本主义国家的常态，并最终会导致资本主义灭亡。但比他更早认识到有效需求不足问题的，是提出了“人口论”的马尔萨斯。在1814年写给大卫·李嘉图一封信中，马尔萨斯说道：“有效需求由两个成分构成，购买力和购买愿望……一个国家，供给有可能超过需求。一国必然拥有购买它所生产的全部产品的购买力，但我很容易地设想它不拥有购买这些产品的愿望。<sup>[1]</sup>”在马尔萨斯写下这封信4年之后，马克思才出生。

马尔萨斯说的很对，一国必然拥有足够的购买力来购买它所生产的全部产品。这是因为一个国家的产出，也就是这个国家的收入，同时也就是这个国家的总购买力。当然，市场中的交易以货币作为支付工具。但货币虽然可由中央银行无中生有地创造，但货币的真实购买力来自国家的产出。所以，不要被货币所蒙蔽，要看到一国的真实购买力其实是这个国家的产出<sup>[2]</sup>。由于一国的产出就是该国的收入，所以有效需求不足不会是因为总购买力不足。

但马尔萨斯讲的“我很容易地设想它不拥有购买这些产品的愿望”，看上去与前文论述的偏好之无餍足性矛盾——如果人的欲望是无限的，他怎么会在拥有足够购买力的时候，却没有购买产品的愿望呢？

要理解这一点，需要知道购买产品会出于两种目的，消费和投资。消费是无餍足的，投资却不是。消费者如果有可能，总是希望更多消费。但投资却不是越多越好。投资以获取投资回报为目的，投资意愿大小受投资回报率高低的影响。如果投资回报率太低，投资者就算手里有购买力，也不太会愿意购买更多投资品来投资。

所以，如果收入（购买力）大量流向了投资者而非消费者，投资者又因为投资回报率较低而缺乏投资意愿，那么投资者手里的购买力就不能充分变成购买行为，全社会购买力与购买意愿结合形成的有效需求就会低于总供给，从而让内需不足。从这个意义上来说，内需不足本质上是个收入分配问题，是经济中收入分配状况与购买意愿未能匹配的结果。

当然，如果投资者本身就是消费者，就不会有内需不足的问题了。这种情况下，如果投资者缺乏投资意愿，他总是可以、也总是会把收入转而拿去消费。这种情况下，内需不足的问题不会产生。

在真实世界中，投资者主要是企业部门。如果企业部门为消费者所拥有，就做到了投资者与消费者的合二为一。此时，如果投资回报率较低而让投资意愿低迷，企业部门会通过分红的方式将其收入转移给拥有企业的消费者部门，从而增加消费者的收入和消费。这样，低迷投资留下的缺口会被旺盛消费所弥补，让内需维持在与供给相匹配的水平。

换句话说，如果消费者与企业两大部门之间存在着财富效应的联系，收入就会根据投资回报率的变化自动在消费者与企业两大部门之间调整，在投资回报率低的时候更多流向消费者部门，而在投资回报率高的时候更多流向企业部门。在这样市场机制的调节下，购买力就会与消费和投资意愿有效结合，从而不会发生内需不足的情况。

## 2. 我国内需不足的上中下三条对策

正如笔者在 2023 年 6 月 28 日发表的《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文中所论述的：“我国因为企业部门与居民部门的财富效应联系被割裂，在投资回报率下降的时候，流向企业部门（尤其是国有企业和股权高度集中的民企）的收入并不会自动变成企业向居民的分红。这就使得我国储蓄过剩、投资过剩的问题不会被市场自动纠正。这是中国经济长期消费不足、储蓄过剩的原因所在。”<sup>[3]</sup>

换言之，我国因为在消费者（居民）和企业两大部门间的收入分配存在刚性，难以在投资回报率降低的时候自动增加消费者部门总收入占经济的比重。这样，我国大量购买力刚性留存在企业部门，与企业部门低迷的投资意愿结合，就导致了我国购买力总量虽然足够，但国内有效需求不足的状况。所以说，我国的内需不足的根本原因在于，我国消费者和企业两大部门之间的收入分配出了问题，从而导致购买力与支出意愿有错配——消费者部门购买力不足，而企业部门支出意愿不足。

因此，要化解我国的内需不足问题，要么需要增加消费者的收入，解决消费者部门购买力不足的问题，要么需要刺激企业部门的投资，解决企业部门支出意愿不足的问题。如果两者都不做，内需不足的问题会因为投资回报率的下降而加剧，并最终演变成生产过剩的经济危机。由此逻辑，可以知道应对我国内需不足问题有上、中、下三策。

“上策”是调节收入分配，将更多收入从企业部门导向消费者部门，从而放松消费者的购买力约束，增加消费。这是推进消费转型，化解内需不足的治本之策。笔者在 2023 年 7 月 10 日发表的《推进消费转型需要“全民企持股计划”》一文，给出了这一对策的具体构想。<sup>[4]</sup>

当然，收入分配调整是困难而缓慢的。在收入分配未能显著改善之前，我国可用的“中策”是，提升企业部门（投资者）的投资意愿，即用宏观政策来刺激投资。而在占据了我国总投资主体的制造业投资、基建投资和房地产投资这三者中，后两者因为不会像制造业投资那样带来产能扩张，加重供给过剩问题，因而更应该是刺激投资的主要对象。这也是基建投资和地产投资在次贷危机之后十多年来成为我国稳增长两大主要抓手的原因。

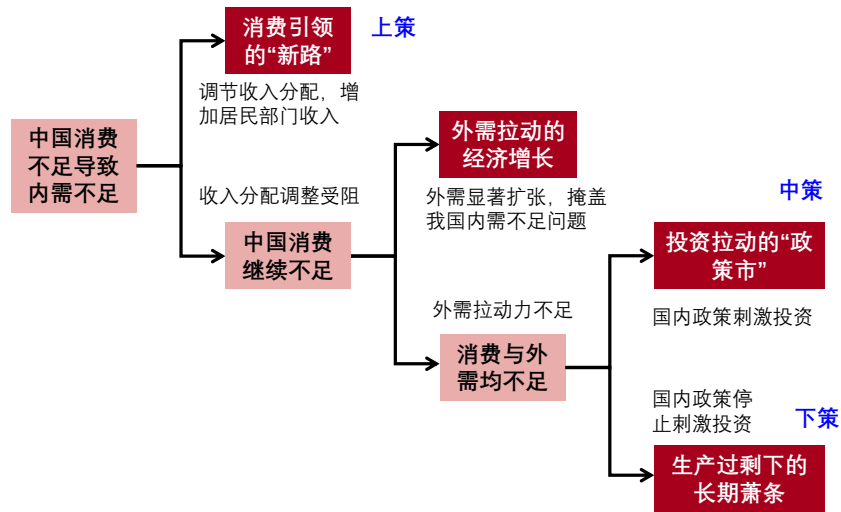
不明就里的人很可能对“中策”不以为然，认为这是在做低效投资，会衍生出债务风险、经济扭曲等一系列问题。在这些人看来，停止刺激投资，反而能让市场出清，消除扭曲，从而让经济轻装上阵。这派未认识到收入分配约束，并反对刺激投资的观点，可被视为应对内需不足的“下策”。

“中策”固然有其问题，会付出投资效率低下，债务规模上升等代价。但“下策”更不足取。“下策”并不会像其鼓吹者想象的那样带来好结果，而只会把中国经济引向生产过剩的经济危机。从理论上讲，我国内需不足根植于我国收入分配结构，很大程度上是我国企业所有制结构的产物。不再刺激投资、放任经济增长下滑，并不会自动带来收入分配结构的改善，因而也不会自动消除内需不足问题，而只会让内需不足变得更加严重。在实践中也有前车之鉴。我国 1998 年到 2002 年曾经经历过的 5 年长期萧条和通缩时期，就是上一轮“下策”实施的结果。

因此，在收入分配改革未取得实质性进展，消费者部门收入占经济比重仍然偏低的时候，我国理应采取“中策”，通过刺激投资，尤其是基建投资和房地产投资来稳定增长。这不是最优的选择，却是在收入分配结构约束下的约束最优，会带来远好于“下策”的经济状况。

以上，本文的讨论都局限在封闭经济中，并未考虑外贸往来对我国的影响。事实上，如果外需能够蓬勃发展，完全可以掩盖我国内需不足的问题，至少暂时让我国跳出总需求不足的陷阱。事实上，在 2003 到 2008 这几年里，我国就因为来自美国的强劲外需拉动，进入了经济繁荣期。但相比 2008 年前，我国经济体量，占世界经济的比重又增加了不少。世界其他经济体拉动我国外需的难度变得更大了。此外，当前以美国为首的西方国家贸易保护主义倾向抬头，也给我国外需增长带来很大阻力。因此，当前很难指望外需能像 2008 年之前那样帮我们解套，我国必须在上、中、下三策之间做痛苦的选择。选择之所以痛苦，是因为没有十全十美的选项，每个选项都有其代价。（图表 1）

图表 1. 中国经济的三条对策和四种可能



资料来源：中银证券

三策中如何做选择，是政治决策。但作为经济研究者，有必要把可能的选择弄清楚，各个选项的后果讲清楚，选择背后的逻辑梳理清楚，以帮助决策者做判断。不明就里的人往往会从一点出发，做局域性思考、直线性推断，给出南辕北辙的建议。他们可能怀着好心，却会把中国经济推向“下策”这一最坏的情景。

当前，面对内需不足带来的经济压力，以及伴随而来的各种风险，稳增长就是最大的防风险，是当前的当务之急。没有看到内需不足背后的收入分配约束，在没有增加消费者收入的情况下试图刺激消费，在还需要投资创造需求的时候打压投资，是内需不足问题日益恶化、经济风险不断加大，各方信心逐步走低的主要原因。当前，中国经济急需用“中策”来稳住局面、争取时间，再下大决心推进“上策”。如此，方能兼顾长短，让经济增长的列车继续在轨。（完）

【1】托马斯·马尔萨斯，1814年，《李嘉图著作和通信集》，VI，131-132页。

【2】2022年，我国广义货币M2的存量是当年GDP的2.2倍，货币存量的购买力远超一年的产出。这是因为我国过去有大量购买力并没有转化为支出，而以货币的形式沉淀在了金融体系中。

【3】徐高，2023年6月28日，《需要全面纠偏对我国债务的认知》，[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/10208](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10208)。

【4】徐高，2023年7月10日，《推进消费转型需要“全民企持股计划”》，[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/10206](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10206)。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371